

信用评级公告

联合〔2022〕7889号

联合资信评估股份有限公司通过对珠海华发实业股份有限公司及其拟发行的2022年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）的信用状况进行综合分析和评估，确定珠海华发实业股份有限公司主体长期信用等级为AAA，珠海华发实业股份有限公司2022年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监

二〇二二年八月十二日

珠海华发实业股份有限公司2022年面向专业投资者 公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过 5.00 亿元（含）

本期债券期限：5 年（2+2+1）

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：扣除发行费用后，拟用于偿还“19 华发 04”的本金和利息或置换偿付公司债券本金及利息的自有资金

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对珠海华发实业股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为珠海市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“珠海市国资委”）旗下上市房企，在珠海区域房地产市场处于龙头地位，有较高的品牌知名度和市场占有率。近年来公司在深耕珠海的基础上积极对外扩张，2019—2021 年合同销售规模持续增长。公司融资渠道畅通，财务弹性较强，2021 年去杠杆成效明显。同时，联合资信也关注到行业下行压力加大、公司销售集中度较高、部分区域下沉项目面临一定去化压力等因素对其信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期债券保障程度高。

未来，随着公司区域布局逐步完善，项目开发销售持续推进，公司经营状况将保持良好。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **股东实力雄厚，区域竞争力较强。**公司控股股东珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）为珠海市国资委直属的综合性平台，平台层级及战略地位较高，综合实力雄厚，在资金等方面给予公司支持力度较大。公司在珠海区域房地产市场处于龙头地位，有较高的品牌知名度和市场占有率。

2. **融资渠道通畅，财务弹性较强，去杠杆成效明显。**截至 2021 年底，公司尚未使用银行授信额度 1111.74 亿元，尚未使用华发集团财务公司授信额度 227.30 亿元，公司备用流动性充足，融资渠道通畅，财务弹性较强。截至 2021 年底，公司对债务规模进行压降，债务结构进一步优化，债务负担降至可控水平。

关注

1. **行业下行压力加大。**2021 年下半年开始，房地产行业下行压力加大，需求端萎缩，融资端收紧，部分房企信用风险事件以及债券二级市场价格大幅波动对房企再融资产生较

评级时间：2022 年 8 月 12 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.1.202205
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202205

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指标评级结果

分析师：赵兮 曹梦茹

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

大负面影响，叠加较为严格的预售资金监管，房企流动性大幅承压。

2. 区域集中度较高，整体去化水平有待提高，部分区域下沉项目面临一定去化压力。2021 年，公司前十大城市销售贡献占比为 79.36%，销售区域集中度较高；公司已拿预售证项目整体去化水平有待提高；同时，考虑到部分存货位于三线及以下城市，行业下行背景下，市场支撑力度弱，销售韧性恐不足，将面临一定去化压力。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产 (亿元)	263.17	438.57	500.35	548.86
资产总额 (亿元)	2349.31	3218.78	3550.57	3668.42
所有者权益 (亿元)	433.92	633.79	958.91	982.88
短期债务 (亿元)	441.71	465.50	286.15	/
长期债务 (亿元)	617.90	1024.65	1061.53	/
全部债务 (亿元)	1059.62	1490.15	1347.69	/
营业收入 (亿元)	331.49	510.06	512.41	80.88
利润总额 (亿元)	43.94	62.53	68.29	9.52
EBITDA (亿元)	56.09	77.30	85.80	--
经营性净现金流 (亿元)	280.33	291.09	360.61	59.26
营业利润率 (%)	20.12	17.64	19.24	16.07
净资产收益率 (%)	7.64	7.19	4.88	--
资产负债率 (%)	81.53	80.31	72.99	73.21
全部债务资本化比率 (%)	70.95	70.16	58.43	--
流动比率 (%)	167.23	187.77	204.63	199.42
经营现金流动负债比 (%)	21.63	18.69	23.60	--
现金短期债务比 (倍)	0.60	0.94	1.75	/
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.79	0.85	0.91	--
全部债务/EBITDA (倍)	18.89	19.28	15.71	--
公司本部 (母公司)				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额 (亿元)	1030.16	1147.42	1276.46	1363.08
所有者权益 (亿元)	212.28	218.80	208.31	205.57
全部债务 (亿元)	225.99	363.42	345.48	315.04
营业收入 (亿元)	0.58	15.89	22.10	12.96
利润总额 (亿元)	25.75	20.18	25.67	-2.63
资产负债率 (%)	79.39	80.93	83.68	84.92
全部债务资本化比率 (%)	51.56	62.42	62.38	60.51
流动比率 (%)	87.51	94.19	65.30	60.14
经营现金流动负债比 (%)	1.41	-11.91	9.39	--

注: 1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径; 除特别说明外, 均指人民币; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 3. 公司其他流动负债中的有息债务部分已计入短期债务, 其他非流动负债中的有息债务部分已计入长期债务; 4. 2019 年及 2020 年数据分别为 2020 年及 2021 年期初数; 5. 2022 年一季度财务数据未经审计, 相关指标未经年化; 6. “--”表示指标不适用, “/”表示未获取数据

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2022/07/06	杨野、赵兮	房地产企业信用评级方法 V3.1.202205/房地产企业主体信用评级 模型 (打分表) V3.1.202205	阅读全文
AAA	稳定	2019/05/31	冯磊、王彦	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法 (2018 年)	阅读全文
AA ⁺	稳定	2016/06/06	杨世龙、李莹	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法 (2015 年)	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受珠海华发实业股份有限公司（以下简称“公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

珠海华发实业股份有限公司 2022 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

一、主体概况

珠海华发实业股份有限公司（以下简称“公司”或“华发股份”）前身系珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”）的全资子公司珠海经济特区华发房地产公司。经中国证券监督管理委员会证监发行〔2004〕7 号文批准，2004 年 2 月，公司在上海证券交易所上市（股票简称：“华发股份”，证券代码：600325.SH）。截至 2021 年底，公司总股本 21.17 亿元，控股股东为华发集团，实际控制人为珠海市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“珠海市国资委”），具体见附件 1-1。

截至 2021 年底，公司内设财务管理中心、人力资源中心、投资拓展中心、资金管理中心等多个职能部门。截至 2021 年底公司纳入合并财务报表范围的子公司以及本部共计 597 户，在职员工合计 8735 人。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 3550.57 亿元，所有者权益 958.91 亿元（含少数股东权益 750.73 亿元）；2021 年，公司实现营业收入 512.41 亿元，利润总额 68.29 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 3668.42 亿元，所有者权益 982.88 亿元（含少数股东权益 768.19 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 80.88 亿元，利润总额 9.52 亿元。

公司注册地址：广东省珠海市昌盛路 155 号；法定代表人：李光宁。

二、本期债券概况

本期拟发行债券名称为“珠海华发实业股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）”（以下简称“本期债券”），

发行规模不超过 5.00 亿元（含）。本期债券期限为 5 年，附第 2 年末和第 4 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券按面值平价发行，按年付息，到期一次还本。本期债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还“19 华发 04”的本金和利息或置换偿付公司债券本金及利息的自有资金。

本期债券无担保。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2021 年，我国统筹经济发展和疫情防控，积极应对经济下行压力，宏观经济政策保持了连贯性、稳定性。积极的财政政策保持了一定力度，加大了对中小微企业的支持，保持了市场主体的活跃度；稳健的货币政策灵活精准，货币供应量和社会融资规模同名义经济增速基本匹配。整体看，2021 年实现了“十四五”良好开局，宏观政策稳健有效。

经初步核算，2021 年我国国内生产总值 114.37 万亿元，按不变价计算，同比增长 8.10%，两年平均增长¹5.11%。分季度来看，GDP 当季同比增速在基数影响下逐季回落，分别为 18.30%、7.90%、4.90% 和 4.00%。从两年平均增速来看，上半年我国经济稳定修复，一、二季度分别增长 4.95%、5.47%；三季度两年平均增速回落至 4.85%，主要是受供给端约束和内生动能不足的共同影响所致；随着保供稳价和助企纾困政策的有力推进，供给端限电限产的约束有所改善，四季度经济增长有所加快，GDP 两年平均增速小幅回升至 5.19%。

三大产业中，第三产业增速受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平。2021 年，第一、二产业增加值两年平均增速分别为 5.08% 和 5.31%，

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

均高于疫情前 2019 年的水平，恢复情况良好；达到 2019 年 7.20% 的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

表 1 2017-2021 年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年 两年平均
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.36	114.37	--
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.20	8.10	5.11
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	9.60	6.15
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	4.90	3.90
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	12.50	3.98
出口增速 (%)	7.90	9.87	0.51	3.62	29.90	--
进口增速 (%)	16.11	15.83	-2.68	-0.60	30.10	--
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.90	--
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	8.10	--
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.10	--
全国居民人均可支配收入增速 (%)	7.32	6.50	5.80	2.10	8.10	5.06
一般公共预算收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	10.70	--
一般公共预算支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	0.30	--

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

需求端整体表现为外需强、内需弱的格局，内生增长动能偏弱。消费方面，2021 年我国社会消费品零售总额 44.08 万亿元，同比增长 12.50%；两年平均增速 3.98%，与疫情前水平（2019 年为 8.00%）差距仍然较大，主要是疫情对消费特别是餐饮等聚集型服务消费造成了较大冲击。投资方面，2021 年全国固定资产投资（不含农户）54.45 万亿元，同比增长 4.90%；两年平均增长 3.90%，较疫情前水平（2019 年为 5.40%）仍有一定差距。其中，房地产开发投资持续走弱；基建投资保持低位运行；制造业投资持续加速，是固定投资三大领域中的亮点。外贸方面，海外供需缺口、出口替代效应以及价格等因素共同支撑我国出口高增长。2021 年，我国货物贸易进出口总值 6.05 万亿美元，达到历史最高值。其中，出口金额 3.36 万亿美元，同比增长 29.90%；进口金额 2.69 万亿美元，同比增长 30.10%；贸易顺差达到 6764.30 亿美元，创历史新高。

2021 年，CPI 温和上涨，PPI 冲高回落。2021 年，CPI 同比上涨 0.90%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.80%，总体呈

现波动上行的态势；2021 年 PPI 同比上涨 8.10%，呈现冲高回落的态势。输入性因素和供给端偏紧等因素推动 PPI 升至高位，而随着四季度保供稳价政策落实力度不断加大，煤炭、金属等能源和原材料价格快速上涨势头在年底得到初步遏制，带动 PPI 涨幅高位回落。

2021 年，社融增速整体呈现高位回落的态势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年末，社融存量余额为 314.13 万亿元，同比增长 10.30%，增速较 2020 年末低 3 个百分点。从结构看，人民币贷款是主要支撑项；政府债券同比大幅下降，但显著高于 2019 年水平，发行错期效应使得政府债券支撑社融增速在年底触底回升；企业债券融资回归常态；非标融资规模大幅压降，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，M1 同比增速持续回落，M2 同比增速相对较为稳定，2021 年 M2-M1 剪刀差整体呈扩大趋势，反映了企业融资需求减弱，投资意愿下降。

财政收入呈现恢复性增长，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.70%，财政收入

呈现恢复性增长态势。其中，全国税收收入 17.27 万亿元，同比增长 11.90%，主要得益于经济修复、PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素。同时，2021 年全国新增减税降费超过 1 万亿元，各项减税降费政策得到有效落实。支出方面，2021 年全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.30%。其中，教育、科学技术、社会保障和就业领域支出分别同比增长 3.50%、7.20%、3.40%，高于整体支出增速，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国政府性基金预算收入 9.80 万亿元，同比增长 4.80%。其中国有土地使用权出让收入 8.71 万亿元，同比增长 3.50%，增速较上年（15.90%）明显放缓；全国政府性基金预算支出 11.37 万亿元，同比下降 3.70%，主要是受专项债项目审核趋严、项目落地与资金发放有所滞后等因素影响。

就业形势总体稳定，居民收入增幅放缓。

2021 年，全国各月城镇调查失业率均值为 5.10%，低于全年 5.50% 左右的调控目标。2021 我国全国居民人均可支配收入 3.51 万元，实际同比增长 8.10%；两年平均增速 5.06%，仍未恢复到疫情前 2019 年（5.80%）水平，也对居民消费产生了一定的抑制作用。

2. 宏观政策和经济前瞻

2022 年我国经济发展面临“三重压力”，宏观政策以稳增长为重点。2021 年 12 月，中央经济工作会议指出我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱“三重压力”，提出 2022 年经济工作要稳字当头、稳中求进，政策发力适当靠前，宏观政策要稳健有效：积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续；稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕；实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力。在宏观政策托底作用下，2022 年我国经济或将维持稳定增长，运行在合理区间。

2022 年经济增长更加依赖内生动力。从三大需求来看，2022 年出口的拉动作用或将有所

减弱，但固定资产投资，尤其是以政府投资为主的基建投资有望发力，房地产投资增速也有望企稳回升；随着疫情影响弱化、居民增收和相关政策的刺激，消费需求增长可期，2022 年我国经济有望实现更加依赖内生动力的稳定增长。

四、行业及区域环境分析

1. 房地产行业概况

2021 年房地产市场整体先扬后抑，上半年迎来小阳春，但下半年房地产市场迅速转冷，销售下滑，房企新开工意愿下降。

2021 年初，由于通胀预期上行，国内热点区域房地产迎来“小阳春”，长三角地区部分城市出现抢房现象；但 2021 年下半年以来，部分头部房企出现风险，加之政府按揭管控严格，加剧了购房者观望情绪，销售市场遇冷，商品房市场景气度迅速下滑；由此，房企新开工意愿普遍下降，房地产开发投资资金持续下滑。

房地产开发投资方面，2021 年上半年，全国房地产投资同比增长 14.97%，但下半年以来，房地产市场遇冷，房地产开发投资下滑明显。2021 年全年，全国房地产开发投资 14.76 万亿元，同比仅增长 4.4%，增速较 2020 年下降 2.6 个百分点，下滑明显。其中住宅投资 11.12 万亿元，同比增长 6.4%，增速较 2020 年下降 1.2 个百分点；办公楼投资 0.60 万亿元，同比下降 8.0%，出现负增长；商业营业用房投资 1.24 万亿元，同比下降 4.8%。除住宅外，其他类型房地产投资均出现负增长。

施工方面，2021 年下半年以来，房地产行业景气度持续下行，房企新开工意愿下降。具体看，2021 年上半年新开工面积同比增长 3.8%，进入 7 月，新开工面积快速下滑，累计新开工面积同比增速转负；2021 年全年新开工面积 19.89 亿平方米，同比下降 11.4%。从施工面积看，2021 年全国房屋施工面积达 97.54 亿平方米，同比增长 5.2%，增速较 2020 年有所回升。由于 2017—2018 年新开工房屋逐步进入竣工期，2021 年全国房屋竣工面积 10.14 亿平

方米，同比增长 11.2%。

销售方面，全年商品房销售市场先扬后抑，2021 年上半年商品房销售面积同比增长 27.70%，较 2019 年上半年增长 16.70%。但 2021 年下半年以来，政府管控按揭力度，直接抑制了部分购房者置换需求；此外受恒大事件影响，房企风险事件频发，购房者因担心房屋不能如期交付而不敢购房，且房企为回笼资金促销部分楼盘，楼盘价格下降压低了购房者对未来的预期，商品房市场景气度迅速回落。2021 年 7—12 月，全国商品房单月销售面积同比增速连续 6 个月为负；但得益于上半年销售增长，2021 年全年全国商品房销售面积 17.94 亿平方米，同比增长 1.90%，增速较 2020 年下降 0.7 个百分点；住宅销售面积 15.65 亿平方米，同比增长 1.1%。

2. 土地市场与信贷环境

2021 年上半年第一轮集中供地热度较高，下半年的第二轮土拍市场则迅速转冷，流拍率大幅增长，底价成交成为常态，第三轮土拍市场有所企稳；全年房地产开发到位资金保持增长，但增速继续回落。

土地市场方面，2021 年土地购置面积 2.16 亿平方米，同比下降 15.50%。受集中供地以及地产行业下行等多重因素影响，2021 年土拍市场出现了新景象；2021 年上半年的第一轮集中供地，百强民营房企获取近 50% 的土地，且部

分城市地王频出；但下半年以来按揭贷款发放周期受到管控，销售情况持续恶化，叠加融资环境收紧，开发商尤其是民营地产企业拿地意愿显著下降，第二轮集中供地迅速转冷，央企、国企以及地方城投企业成为拿地主力军，底价成交成为常态，且流拍率大幅增长；第三轮集中供地出让条件优化，利润空间有所改善，土拍市场有所企稳。

从房地产开发到位资金来源看，伴随着防风险和调结构的货币政策基调，房地产行业融资明显收缩，其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）仍为房地产开发到位资金的主要来源；在融资渠道收紧环境下，房地产开发企业对销售回款依赖继续加强。2021 年上半年，由于销售情况较好，房地产开发到位资金累计同比增长 23.46%；但下半年以来，房企违约事件频发，部分地方政府通过收紧预售资金监管预防交付风险，使得部分房企遭遇了更大的流动性风险。随着预售资金监管收紧及商品房销售市场遇冷，2021 年 7—12 月其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）单月同比持续为负且呈扩大趋势；9 月底以来，金融管理部门及时对部分金融机构过度收缩行为进行适当矫正，信贷环境边际改善，房企融资压力略有缓解，由此 2021 年下半年房地产开发到位资金同比下降 10.51%。2021 年全年房地产开发到位资金合计 20.11 万亿元，同比增长 4.2%，增速较 2020 年下滑 3.4 个百分点。

表 2 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25228.77	14.13	26675.94	13.81	23296.00	11.58
利用外资	175.72	0.10	192.00	0.10	107.00	0.05
自筹资金	58157.84	32.56	63376.65	32.82	65428.00	32.53
其他资金	95046.26	53.21	102870.31	53.27	112301.00	55.83
其中：定金及预收款	61358.88	34.35	66546.83	34.46	73946.00	36.76
个人按揭	27281.03	15.27	29975.81	15.52	32388.00	16.10
合计	178608.59	100.00	193114.90	100.00	201132.00	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

中央坚持“房住不炒”总基调不变，2021年初严查经营贷，2021年下半年以来，在各地保交付政策下，预售资金监管收紧，对房企的流动性产生冲击，房企违约事件频发，对房地产企业的融资产生负面影响；2021年底以来房地产调控政策边际好转但并未有大的改善，但2022年3月的国务院金融委会议表明房地产政策出现转向。

2021年初，房地产市场延续上年底热度，针对个别城市出现“余热不降”的现象，政策

坚定不移地贯彻落实“房住不炒”的定位，采取“因城施策、综合施治”的策略，调控不断升级。中长期看，在“房住不炒”的指导下，房地产调控以“稳地价、稳房价、稳预期”为核心，发展租赁市场及加快保障房建设。2021年底以来房地产调控政策出现边际放松，但并未有大的改善，2022年国务院金融委会议上关于房地产行业要求及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，房地产政策出现转向。2021年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见下表。

表3 2021年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021年2月	自然资源部	重点城市住宅用地实现“两集中”：一是集中发布出让公告，且2021年发布住宅用地公告不能超过3次；二是集中组织出让活动
2021年3月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难
2021年7月	国务院办公厅	发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，要求明确对象标准、引导多方参与、坚持供需匹配、严格监督管理、落实地方责任。发展保障性租赁住房，促进解决新市民、青年人等群体住房困难问题
2021年9月	房地产金融工作座谈会	主要提出两点：①金融部门要围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度；②金融机构要配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益
2021年12月	中央经济工作会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022年2-3月	--	地方政府陆续放松房地产调控政策，2022年3月郑州发布房地产新政19条，下调住房贷款利率，取消“认房认贷”，推动货币化安置
2022年3月	全国两会	继续保障好群众住房需求。坚持房住不炒定位，探索新发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022年3月	国务院金融委等	关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。随后央行表态要坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险；银保监会鼓励机构稳妥有序开展并购贷款、重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产行业良性循环和健康发展；证监会继续支持实体经济合理融资，积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策看，2021年上半年，楼市出现小阳春，为防止楼市过热，监管部门严查经营贷流入楼市；2021年下半年以来，地产行业信用违约事件频发、中资房企美元债市场大幅波动等均对房企融资产生冲击，同时为保

证交付预售资金监管从严也限制了房企通过销售回款扩充自有现金。为维护房地产行业平稳健康发展，央行和银保监会等出台相关政策支持优质企业对出现风险的大型地产企业项目进行并购，并统一了预售资金的监管。

表4 2021年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021年3月	银保监会、住建部和央行	全面收紧经营贷监管，强化贷前、贷中、贷后、银行内部、中介机构等多领域管理，严防经营贷违规流入楼市。各地开展个人住房信贷管理自查，监督检查力度有所加大
2021年6月	银保监会	银保监会召开新闻发布会介绍近期房地产行业重点工作，会上指出，将防止经营贷违规流入房地产作为常态化监管工作，持续发力，久久为功，促进房地产市场平稳健康发展

2021年7月	央行	“三线四档”规则试点房企核心经营财务指标明显改善，银行业金融机构房地产贷款、个人住房贷款集中度稳步降低。下一步，将继续围绕稳定价、稳房价、稳预期目标，持续完善房地产金融管理长效机制
2021年9月	央行	央行货币政策第三季度例会召开，会上首提房地产两个“维护”：维护房地产的健康发展，维护住房消费者的合法权益
2021年10月	发改委、外管局	继续在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求，同时要求企业不断优化外债结构，共同维护企业自身信誉和市场整体秩序
2021年12月	央行、银保监会	鼓励银行业金融机构做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融支持和服务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目；鼓励银行业金融机构积极为并购企业发行债务融资工具提供服务
2022年1月	住建部、央行和银保监会	地方要采取招标形式确定预售资金监管的银行，在预售资金监管额度方面由各地的市县级城乡建设部门根据项目工程造价、项目情况等多方面进行核定。当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由开发商提取自由使用。但涉及到具体拨付的节点时由各地的市县级城乡建设部门确定

资料来源：联合资信整理

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年底，公司控股股东为华发集团，实际控制人为珠海市国资委。

2. 企业规模和竞争力

公司开发经验丰富，区域市场占有率和品牌知名度较高；公司控股股东在融资增信、项目获取等方面能够给予公司一定的支持。

公司拥有房地产一级开发资质，自成立以来专注于房地产领域，先后建成“华发新城”“华发世纪城”“华发水郡”“华发蔚蓝堡”“横琴首府”“琴澳新城”等优质楼盘，具备丰富的住宅开发经验，同时在珠海地区保持较高的市场占有率和品牌知名度。

公司控股股东华发集团是珠海市国资委直属的以城市运营、房产开发、金融服务和产业投资为核心业务的综合性平台，平台层级及战略地位较高，实力雄厚，在融资增信等方面能够给予公司一定的支持。截至2021年底，华发集团财务公司给予公司授信额度260亿元，公司尚未使用额度为227.30亿元。

2020—2021年，华发集团旗下珠海华发城市运营投资控股有限公司（以下简称“华发城运”）、珠海城市建设集团有限公司（以下简称“城建集团”）以及公司对珠海市海川地产有限公司²（以下简称“海川地产”）按股权等比例货币增资近600亿元，截至2021年底，资金已经全部到位。海川地产为公司华东、华南等

区域投拓平台，目前处于业务投拓阶段，随着资金的陆续到位，海川地产拿地项目大幅增长。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（中征码：4404010000163038），截至2022年6月22日，公司已结清信贷信息中无不良或关注类信贷记录；未结清信贷信息中有一笔关注类其他借贷交易，系华发集团为珠海农村商业银行股份有限公司（以下简称“珠海农商行”）股东，公司关联贷款为珠海农商行关系人贷款，根据监管相关指引划分为关注类所致。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至2022年8月10日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司履行了上市公司的相关监管规定，股东大会、董事局、监事会独立运作，法人治理结构完善，整体运行情况良好。

2. 管理水平

公司内部管理制度较为健全，整体管理运作情况良好。

² 公司、华发城运、华发城建分别持有海川公司49.75%、49.75%

和0.50%的股权，海川公司由公司并表。

公司根据所处行业、经营方式以及公司业务具体情况，建立健全了相应的内部控制制度。

投资管理方面，城市公司负责其区域范围内土地信息收集（已进驻的城市）或由投资拓展部派专人负责土地信息收集（未进驻的目标城市），编制《项目简报》向投资拓展部报告，由投资拓展部对地块进行深入调研，撰写项目可行性研究报告后，上报公司投资管理工作小组审议，并根据授权范围上报股东大会或董事局批准后实施竞拍，资金管理部负责准备资金，由参与地块竞买的公司财务部门负责按《出让合同》的约定完成付款工作。

资金管理方面，公司资金管理的决策机构为公司资金管理工作小组，工作职责是为公司各项业务提供资金保障的前提下，确保现金流充裕，财务收支结算顺畅，资产状况健康可持续性发展，并利用各种投融资渠道和理财工具，提高公司资金使用效率和收益。主要工作内容分为经营管理、工程项目、信贷融资等三部分。

财务管理方面，公司设财务管理中心，下属公司设立财务部的，需报公司财务总监审核、总裁审定后，经公司董事局批准，并在公司财务管理中心备案。不单独设立财务部的下属公司业务由公司财务管理中心负责办理。根据部门需要，合理设置工作岗位。

七、经营分析

1. 经营概况

2019—2021 年，公司营业收入与利润水平

持续增长；房地产开发与销售业务毛利率波动下降，2021 年有所回升。2022 年一季度，公司收入规模大幅增长，但综合毛利率下降明显。

作为区域龙头房企，公司在深耕珠海的基础上，逐步向外拓展，业务聚焦于粤港澳大湾区、长三角区域、京津冀协同发展区域以及长江中下游区域，以经济带核心城市为依托，对周边卫星城市进行渗透，目前区域布局已拓展至全国近 30 个主要城市。公司拿地方式以招拍挂为主，旧改以及收并购为辅，合作开发规模较大，产品主要包括刚需及改善型住宅。

2019—2021 年，受益于房地产业务结转规模稳步提升，公司营业收入和净利润逐年增长，年均复合增长率分别为 24.33%和 18.79%。2021 年，公司营收及利润水平同比变动不大。

从收入构成看，房地产开发与销售收入占公司营业收入的比重均在 90%以上，公司主营业务突出。2019—2021 年，公司房地产开发与销售收入逐年增长，年均复合增长 23.75%，其中，2021 年增速大幅减缓，同比仅增长 1.01%。2021 年，公司房地产业务结转区域主要为珠海大区、华东大区以及北方大区。其他业务收入主要是与房产开发相关的装饰、代理、设计、广告、工程管理、物业相关服务、房屋租赁收入以及体育健身等收入，整体业务规模不大。

从毛利率看，2019—2021 年，受结转项目成本上升，以及售价因区位、政策导致结构化差异等综合影响，公司房地产开发与销售业务毛利率波动下降，2021 年企稳并微幅回升，受此影响，公司综合毛利率波动下降。

表 5 2019—2021 年公司营业收入及毛利率情况

业务板块	2019 年			2020 年			2021 年		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
房地产开发与销售	317.35	95.73	30.31	481.11	94.32	25.19	485.99	94.84	25.61
其他业务	14.14	4.27	14.08	28.95	5.68	9.53	26.41	5.16	29.28
合计	331.49	100.00	29.62	510.06	100.00	24.30	512.41	100.00	25.80

资料来源：公司年报

2022 年 1—3 月，公司实现营业收入 80.88 亿元，同比增长 26.97%；实现净利润 7.34 亿元，同比增长 0.08%；综合毛利率为 19.22%，较 2021 年下降明显。

2. 业务经营分析

(1) 土地储备

近年来，公司在深耕珠海的基础上积极对外扩张，拿地力度有所波动，2021年公司拿地节奏有所放缓。公司土地储备充裕，整体分布良好，在行业下行背景下，公司加大对区域下沉项目的管控力度，但低能级城市存量项目销售去化以及收并购项目后续消化仍值得关注。

近年来，公司在深耕珠海的基础上积极向华东、华中和华南等珠海以外地区扩张，新获土地储备有所波动。2021年，受集中供地、区域市场过热以及资金调配规划等因素共同影响，公司拿地节奏有所减缓，并加大对区域下沉管控力度，项目拓展仍聚焦于长三角、大湾区一二线城市，主要包括珠海、南京、徐州、无锡、苏州、惠州、广州以及沈阳，以招拍挂为主。此外，公司通过与部分民营房企接洽，对部分合作项目以及旧改项目完成收购，公司在项目尽调、协调沟通以及风险化解方面具备一定经验，但仍需关注所收购项目中潜在的隐性债务以及信用瑕疵等风险。

表6 公司土地储备获取情况

(单位：万平方米、亿元、万元/平方米)

年份	建筑面积	土地出让金额	楼面均价
2019年	348.62	246.57	0.71
2020年	290.46	357.25	1.23
2021年	254.80	292.71	1.15

注：公司土地储备口径为并表口径数据；尾数差异系四舍五入导致；楼面均价=土地出让金额/建筑面积
数据来源：公司提供

截至2021年底，公司可售项目资源充足，可以满足公司多年销售需求，可售项目主要分布于华东、华南以及珠海，以一、二线城市为主，计容建筑面积占72.53%。

表7 截至2021年底公司可售项目情况

(单位：万平方米、%)

区域分布	计容建筑面积	占比
珠海大区	202.61	15.67
华东大区	611.28	47.29
华南大区	292.07	22.59

北方大区	157.07	12.15
北京区域	29.64	2.29
合计	1292.68	100.00

注：1. 尾数差异系四舍五入大致；2. 珠海大区：珠海；华东大区包括：常熟、鄂州、杭州、南京、上海、绍兴、苏州、太仓、温州、无锡、武汉、徐州、义乌、郑州；华南大区包括：成都、佛山、广州、江门、昆明、南宁、清远、汕尾、湛江、中山、重庆；北方大区包括：包头、大连、青岛、沈阳、威海、烟台；北京区域包括：北京、天津、西安
数据来源：公司提供

(2) 项目建设开发情况

近年来，公司新开工面积有所波动，竣工面积保持增长。其中，2021年，行业需求端疲软对投拓积极性有一定削弱，公司新开工规模有所减少。公司在建项目规模较大，后续面临一定资金支出压力。

从项目开发来看，2019—2021年，公司新开工面积波动下降，竣工面积均逐年增长。行业需求端疲软导致公司投资动力有所减弱，2021年，公司新开工面积同比减少29.33%；竣工方面，随着已售项目开发建设的推进，竣工面积同比大幅增长99.49%。

表8 公司房地产项目开发情况

(单位：万平方米)

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1—3月
新开工面积	650.61	739.71	522.77	61.44
竣工面积	279.96	315.00	628.40	83.34

注：上表口径为并表口径，尾数差异系四舍五入导致
资料来源：公司提供

截至2021年底，公司在建项目数量过百，公司在建项目规模较大，为可持续开发销售提供一定基础，但也带来了较大的资金支出压力。

(3) 房产销售情况

近年来，公司合同销售金额持续增长。其中，2021年，行业销售大幅承压，受益于所布局一二线核心城市较高的价格支撑，公司销售金额同比微增。同时，公司面临一定集中度风险，整体去化水平有待提高。2022年一季度，市场回暖不及预期，公司销售规模同比下降。

从销售情况看，2019—2021年，公司签约销售金额持续增长，年均复合增长14.93%。2021年下半年以来，随着销售端遇冷，行业下行压力逐步凸显，受此影响，公司当年签约销

售面积同比有所减少，但受益于所布局一二线城市核心城市较高的价格支撑，公司销售金额同比微增。

表 9 公司房地产项目销售情况
(单位: 万平方米、亿元、万元/平方米)

项目	2019 年	2020 年	2021 年
签约销售面积	395.91	503.51	468.76
签约销售金额	922.73	1204.98	1218.90
签约销售均价	2.33	2.39	2.60

注: 公司房地产项目销售数据为并表口径; 尾数差异系四舍五入导致
资料来源: 公司提供

销售区域方面, 2021 年, 公司销售区域集中于珠海大区、华东大区以及华南大区; 分城市看, 珠海、南京、上海、杭州销售金额占比分别为 25.87%、11.48%、7.21%和 5.41%, 前 10 大城市(珠海、上海、南京、杭州、广州、武汉、绍兴、西安、苏州、长沙)的销售贡献占比为 79.36%, 公司销售集中度较高, 不利于经营风险的分散。

截至 2021 年底, 公司在售项目集中于一二线城市, 已拿预售证项目整体去化水平有待提高。

2022 年 1—3 月, 公司签约销售金额 231.88 亿元, 较去年同期下降 19.45%; 销售面积 74.79 万平方米, 较去年同期下降 33.21%。

3. 经营效率

公司经营效率指标有待提升。

2019—2021 年, 存货周转率波动上升, 总资产周转率波动下降, 与同行业其他主要上市公司比较, 公司经营效率指标有待提升。

表 10 公司与房地产开发类上市公司 2021 年经营效率指标比较 (单位: 次)

公司简称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
信达地产	0.38	0.30	0.24
首开股份	0.30	0.25	0.21
中国金茂	0.77	0.42	0.23
华发股份	0.18	0.17	0.15

注: 为便于与同行业上市公司进行比较, 本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源: 联合资信整理

4. 未来发展

公司未来的发展战略目标清晰。

公司将继续实施战略升级, 全力推进“优+”生活体系建设, 推动产品品质及竞争力提升。业务管控上, 完善各业务条线制度流程建设, 理顺“总部-区域-城市”权责关系, 夯实“三级管控”架构基础, 系统梳理各职能公司权责关系。区域拓展上, 确保珠海的龙头地位, 加大对北京、上海、广州、深圳、武汉、南京、杭州、成都、苏州、郑州、沈阳、大连等地的投资布局, 努力开拓其他一线及二线重点城市的市场, 除公开市场竞买外, 强化合作开发、项目并购、城市更新等拓展方式, 稳步推进以住宅开发为主业, 商业地产、上下游产业链及境外业务同步前行的“一核两翼”业务发展格局。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2019—2021 年财务报表已经大华会计师事务所(特殊普通合伙)审计, 并出具了标准无保留意见的审计报告。公司主营业务连续, 财务可比性仍较强。公司 2022 年一季度财务报表未经审计。

截至 2021 年底, 公司合并资产总额 3550.57 亿元, 所有者权益 958.91 亿元(含少数股东权益 750.73 亿元); 2021 年, 公司实现营业收入 512.41 亿元, 利润总额 68.29 亿元。

截至 2022 年 3 月底, 公司合并资产总额 3668.42 亿元, 所有者权益 982.88 亿元(含少数股东权益 768.19 亿元); 2022 年 1—3 月, 公司实现营业总收入 80.88 亿元, 利润总额 9.52 亿元。

2. 资产质量

2019—2021 年末, 公司资产规模持续增长, 货币资金相对充裕且受限比例较低, 整体资产质量高。同时, 往来款规模较大, 需关注合作项目关联风险。

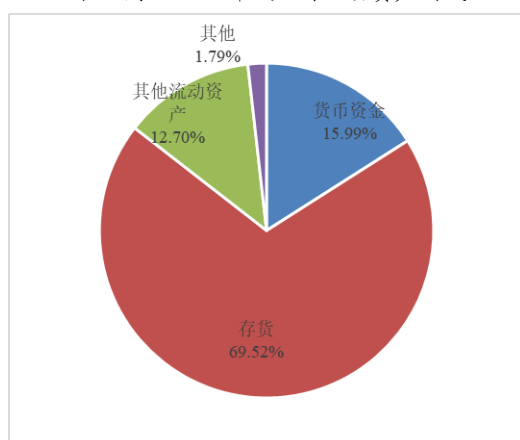
2019—2021 年末, 公司资产规模持续增长,

年均复合增长 22.94%。截至 2021 年底，公司合并资产总额 3550.57 亿元，较上年底增长 10.31%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占 88.07%，公司资产结构以流动资产为主。

(1) 流动资产

2019—2021 年末，流动资产规模持续增长，年均复合增长 20.11%。截至 2021 年底，流动资产 3126.87 亿元，较上年底增长 6.90%，主要系货币资金、存货以及其他流动资产增长所致。

图 1 截至 2021 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告、联合资信整理

2019—2021 年末，公司货币资金持续增长，年均复合增长 38.38%。截至 2021 年底，公司货币资金 499.94 亿元，较上年底增长 14.56%。其中因预售房产监管资金等而受限的货币资金 85.13 亿元，因下属公司各类保证金等原因受限的货币资金为 2.77 亿元，整体受限比例为 17.58%，受限比例较低。

2019—2021 年末，随着项目拓展以及开发投入的增加，公司存货持续增长，年均复合增长 16.62%。截至 2021 年底，公司存货 2173.78 亿元，较上年底变化不大，其中开发成本占 79.90%，开发产品占 19.69%，累计计提跌价准备 0.11 亿元。考虑到公司部分存货位于三线及以下城市，行业下行背景下，市场支撑力度弱，销售韧性恐不足。

2019—2021 年末，公司其他流动资产持续增长，年均复合增长 37.06%，公司其他流动资产主要为合营联营企业往来款和合作方经营往

来款。截至 2021 年底，公司其他流动资产 397.15 亿元，较上年底增长 33.74%。

(2) 非流动资产

2019—2021 年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长 52.67%。截至 2021 年底，公司非流动资产 423.70 亿元，较上年底增长 44.23%，主要系长期股权投资增长所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占 50.68%）和投资性房地产（占 28.41%）构成。

2019—2021 年末，公司长期股权投资和投资性房地产均持续增长。截至 2021 年底，公司长期股权投资 214.75 亿元，随着对合联营公司投资增加，较上年底增长 49.83%；投资性房地产 120.39 亿元，较上年底增长 33.05%，主要系存货、固定资产、在建工程转入所致。公司的投资性房地产主要为位于珠海市用于出租的购物中心华发商都、位于上海市普陀区的办公楼以及位于珠海市和南宁市的长租公寓，采用公允价值计量模式。

截至 2021 年底，公司资产受限程度一般。

表 11 截至 2021 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占资产总额 比例 (%)	受限原因
货币资金	2.77	0.08	还贷专项资金、保函保证金
存货	495.90	13.97	借款设定抵押
长期股权投资	5.70	0.16	借款设定抵押
投资性房地产	71.53	2.01	借款设定抵押
合计	575.89	16.22	--

注：尾数差异系四舍五入导致；公司受监管的预售房款为 85.13 亿元，不含在上表数据中

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 3668.42 亿元，资产规模与结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2019—2021 年末，公司所有者权益规模持续增长，但少数股东权益占比较高，权益稳定性较弱。

2019—2021 年末，公司所有者权益持续增

长，年均复合增长 48.66%，主要系少数股东权益、未分配利润增加所致。截至 2021 年底，公司所有者权益 958.91 亿元，较上年底增长 51.30%，主要系华发集团子公司对海川地产增资，少数股东权益增长所致。其中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 2.21%、0.97%、0.19%和 13.19%，少数股东权益占比为 78.29%，权益结构稳定性较弱。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益 982.88 亿元，规模与结构较上年底变动不大。

(2) 负债

近年来，随着公司经营规模扩大，负债端呈增长态势。2021 年，公司债务规模压降明显，并进一步优化债务结构，债务负担下降至可控水平。

2019—2021 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 16.32%。截至 2021 年底，公司负债总额 2591.66 亿元，较上年底变动不大。其中，流动负债占 58.96%，非流动负债占 41.04%。

2019—2021 年末，公司短期借款逐年减少，年均复合减少 71.07%。截至 2021 年底，公司短期借款 10.30 亿元，较年初减少 88.88%。

2019—2021 年末，随着往来及拆借款和土地增值税准备金增长，公司其他应付款（合计）波动增长，年均复合增长 18.32%。截至 2021 年底，公司其他应付款（合计）217.47 亿元，较上年底变动不大，主要由往来及拆借款（占

76.66%）和土地增值税准备金（占 18.58%）构成。

2019—2021 年末，公司一年内到期的非流动负债波动下降，年均复合下降 4.77%。截至 2021 年底，公司一年内到期的非流动负债 222.29 亿元，较上年底下降 25.34%，主要系偿还一年内到期的长期借款与一年内到期的应付债券所致。

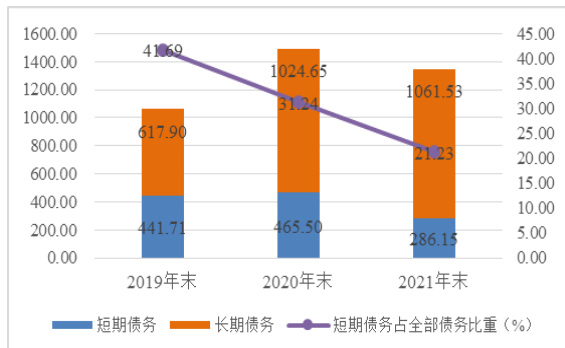
截至 2021 年底，公司合同负债 628.34 亿元，较上年底增长 20.46%，主要系预收售楼款增加所致。

2019—2021 年末，公司其他流动负债波动增长，年均复合增长 16.17%。截至 2021 年底，公司其他流动负债 96.00 亿元，较上年底下降 17.39%，主要系短期应付债券下降所致。已将其其他流动负债中有息债务部分调整至短期债务核算。

2019—2021 年末，公司长期借款波动增长，年均复合增长 29.90%。截至 2021 年底，公司长期借款 771.70 亿元，较上年底变动不大，主要以保证借款和抵押借款为主。

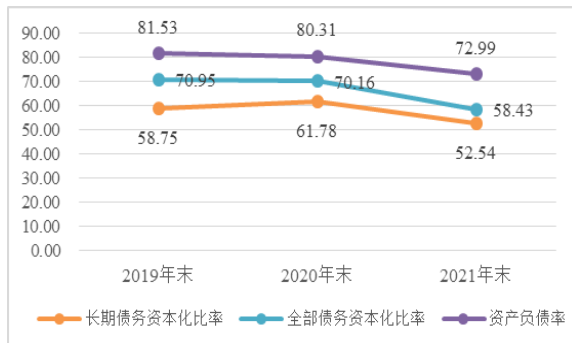
2019—2021 年末，公司应付债券持续增长，年均复合增长 32.18%。截至 2021 年底，公司应付债券 226.99 亿元，较上年底增长 21.99%，主要系公司新发行公司债券、PPN、中期票据等债券所致。

图 2 2019—2021 年末公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图 3 2019—2021 年末公司债务杠杆水平（单位：%）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

有息债务方面，2019—2021 年，公司全部债务波动增长，年均复合增长 12.78%。截至

2021 年底，公司全部债务 1347.69 亿元，较上年底下降 9.56%。其中，短期债务占 21.39%，

长期债务占 78.61%。2019—2021 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率均持续下降；长期债务资本化比率波动下降，公司债务负担下降明显，整体处于可控水平。

截至 2021 年底，公司其他权益工具 38.86 亿元，全部为永续债，如将永续债调入长期债务，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 74.09%、60.11%和 54.46%，较调整前分别上升 1.09 个百分点、1.68 个百分点和 1.92 个百分点。

截至 2022 年 3 月底，公司负债总额 2685.54 亿元，规模与结构较上年底变化不大。

4. 盈利能力

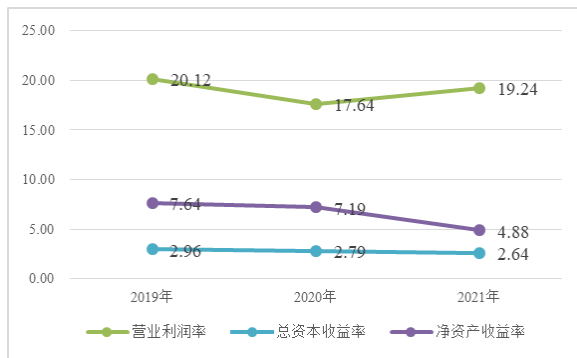
2019—2021 年，公司收入及利润规模持续增长，投资收益对营业利润贡献下降明显；公司整体盈利能力有待提高。

公司收入利润情况见上文。

从期间费用看，2019—2021 年，公司费用总额持续增长，年均复合增长 7.37%。2021 年，公司费用总额为 34.23 亿元，同比增长 6.80%。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 46.21%、44.62%、2.31%和 6.86%。

非经常性损益方面，2019—2021 年，公司投资收益分别为 7.21 亿元、4.59 亿元和 5.75 亿元，主要为长期股权投资收益以及处置长期股权产生的收益，占公司营业利润的比例分别为 16.55%、7.21%和 8.26%，投资收益对营业利润贡献明显下降。

图 4 2019—2021 年公司盈利指标（单位：%）



资料来源：联合资信整理

盈利指标方面，2019—2021 年，公司总资产收益率、净资产收益率均持续下降，营业利润率波动下降，与同行业相比，公司整体盈利能力有待提高。

表 12 房地产开发类上市公司 2021 年盈利指标

（单位：%）

公司简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
信达地产	19.31	3.37	2.89
首开股份	19.81	2.21	2.13
中国金茂	18.61	9.70	3.28
华发股份	25.80	4.88	2.32

注：为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据，净资产收益率采用平均值

资料来源：联合资信整理

5. 现金流

2019—2021 年，公司经营活动现金流持续净流入，但无法覆盖近年较大规模投拓产生的投资活动净流出敞口，公司仍存在较大的对外融资需求。

表 13 2019—2021 年公司现金流情况

（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
经营活动现金流入小计	558.72	585.27	771.75
经营活动现金流出小计	278.39	294.18	411.14
经营现金流量净额	280.33	291.09	360.61
投资活动现金流入小计	56.64	76.62	100.10
投资活动现金流出小计	378.71	686.74	539.95
投资活动现金流量净额	-322.07	-610.12	-439.86
筹资活动前现金流量净额	-41.74	-319.04	-79.25
筹资活动现金流入小计	842.26	1403.90	1272.75
筹资活动现金流出小计	733.62	916.03	1122.49
筹资活动现金流量净额	108.64	487.86	150.27

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从经营活动来看，2019—2021 年，公司经营活动现金流入持续增长，其中，销售商品、提供劳务收到的现金分别为 530.60 亿元、534.63 亿元和 707.32 亿元，年均复合增长 15.46%，公司加强销售回款管控成效明显，但对比近年签约销售规模，公司销售回款水平仍有待提高；经营活动现金流出持续增长，年均复合增长 21.53%，主要系房地产开发建设支出和支付的各项税费增多所致；公司经营活动现

金流持续净流入。

从投资活动来看，2019—2021 年，公司投资活动现金流入持续增长，年均复合增长 32.93%；公司将购地支出计入投资活动现金流，2019—2021 年，投资活动现金流出波动增长，年均复合增长 19.40%。2019—2021 年，公司投资活动现金持续净流出。

2019—2021 年，公司筹资活动前净现金流持续为负，存在一定的对外融资需求。

从筹资活动来看，2019—2021 年，公司筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长 22.93%；筹资活动现金流出持续增长，年均复合增长 23.70%。2019—2021 年，公司筹资活动现金流持续净流入。

2022 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额为 59.26 亿元，投资活动现金流量净额为-54.74 亿元，筹资活动现金流量净额为 43.67 亿元。

6. 偿债指标

公司短期、长期偿债指标均有提高。考虑到公司股东背景较强、区域竞争力突出、融资渠道通畅等有利因素，公司整体偿债能力极强。

2019—2021 年，公司短期、长期偿债能力指标均有提高，公司流动性较充裕，货币资金受限程度较低，对短期债务形成良好覆盖。

表 14 公司偿债指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	167.23	187.77	204.63	199.42
	速动比率（%）	43.91	52.08	62.37	61.93
	经营现金/流动负债（%）	21.63	18.69	23.60	--
	经营现金/短期债务（倍）	0.63	0.63	1.26	--
	现金短期债务比（倍）	0.60	0.94	1.75	--
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	56.09	77.30	85.80	--
	全部债务/EBITDA（倍）	18.89	19.28	15.71	--
	EBITDA/利息支出（倍）	0.79	0.85	0.91	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年底，公司不存在重大诉讼或仲裁事项。

截至 2021 年底，公司对外担保金额 133.19 元，主要为对合联营企业的关联方担保，占净资产的 13.89%，在行业下行及房企信用风险频发的背景下，需关注公司或有负债风险。

2021 年底，公司及其下属子公司在主要合作银行的授信额度为 1867.28 亿元，已使用 755.54 亿元，剩余可使用额度为 1111.74 亿元，公司间接融资空间较充足；同时，作为 A 股上市企业，公司直接具备直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

母公司资产以其他应收款和长期股权投资为主，负债以其他应付款和应付债券为主，母公司资产负债率较高；所有者权益稳定性一般，利润以投资收益为主。

截至 2021 年底，母公司资产总额 1276.46 亿元，较上年底增长 11.25%。其中，流动资产占 40.86%，非流动资产占 59.14%。从构成看，流动资产主要由其他应收款（占 77.99%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 97.33%）构成。截至 2021 年底，母公司货币资金为 22.25 亿元。

截至 2021 年底，母公司负债总额 1068.15 亿元，较上年底增长 15.02%。其中，流动负债占 74.78%，非流动负债占 25.22%。从构成看，流动负债主要由其他应付款（合计）（占 84.57%）构成，非流动负债主要由应付债券（占 78.17%）构成。

截至 2021 年底，母公司全部债务 345.48 亿元。其中，短期债务占 22.04%、长期债务占 77.96%，存在一定的短期偿付压力。截至 2021 年底，母公司资产负债率为 83.68%，全部债务资本化比率 62.38%，杠杆水平较高。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 208.31 亿元，较上年底下降 4.79%。在所有者权益中，实收资本为 21.17 亿元（占 10.16%）、资本公积合计 54.64 亿元（占 26.23%）、未分配利润合计 83.07 亿元（占 39.88%）、盈余公积合计 10.65 亿元（占 5.11%），所有者权益稳定性一般。

2021 年，母公司营业收入为 22.10 亿元，利润总额为 25.67 亿元。同期投资收益为 33.62 亿元，净利润以投资收益为主。

2021 年，母公司经营活动现金流净额为 75.04 亿元，投资活动现金流净额-64.83 亿元，筹资活动现金流净额-37.81 亿元。

九、本期债券偿还能力分析

本期债券的发行对公司现有债务规模影响较小，公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期债券保障程度高。

1. 本期债券对公司现有债务的影响

公司本期债券发行规模上限为 5.00 亿元，按最高额度（5.00 亿元）测算，分别占公司 2021 年底长期债务和全部债务的 0.47%和 0.37%，对公司现有债务影响较小。

以 2021 年底财务数据以及本期债券发行额度上限为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 72.99%、58.43%和 52.54%上升至 73.03%、58.52%和 52.66%，公司负债水平和债务负担变化不大。

2. 本期债券偿还能力分析

公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期债券保障程度高。

表 15 本期债券保障能力测算

指标	2021 年
经营活动现金流入量（亿元）	771.75
经营活动现金流入量保障倍数（倍）	154.35
经营活动现金流量净额（亿元）	360.61
经营活动现金流量净额保障倍数（倍）	72.12
EBITDA（亿元）	85.80
EBITDA 保障倍数（倍）	17.16
发行后长期债务（亿元）	1066.53
经营活动现金流入量/发行后长期债务（倍）	0.72
经营活动现金流量净额/发行后长期债务（倍）	0.34
发行后长期债务/EBITDA（倍）	12.43

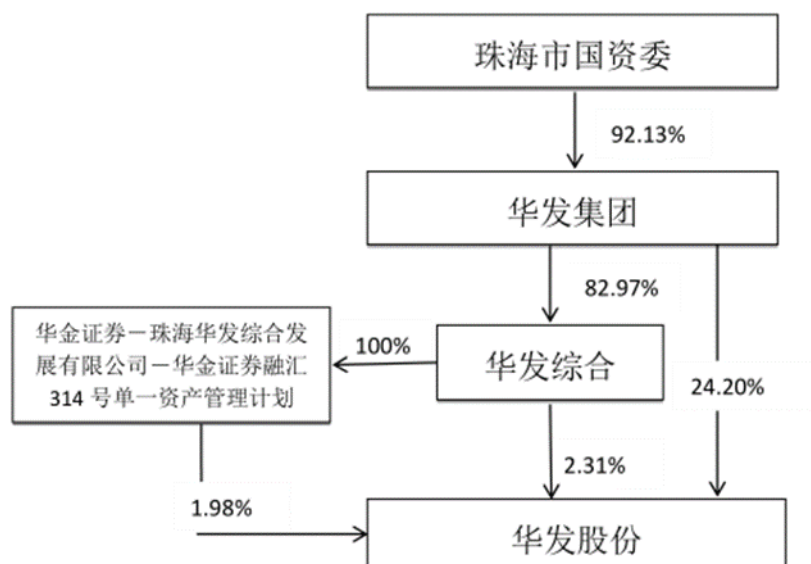
注：发行后长期债务为截至2021年底公司长期债务加上本期债券拟发行最高规模

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十、结论

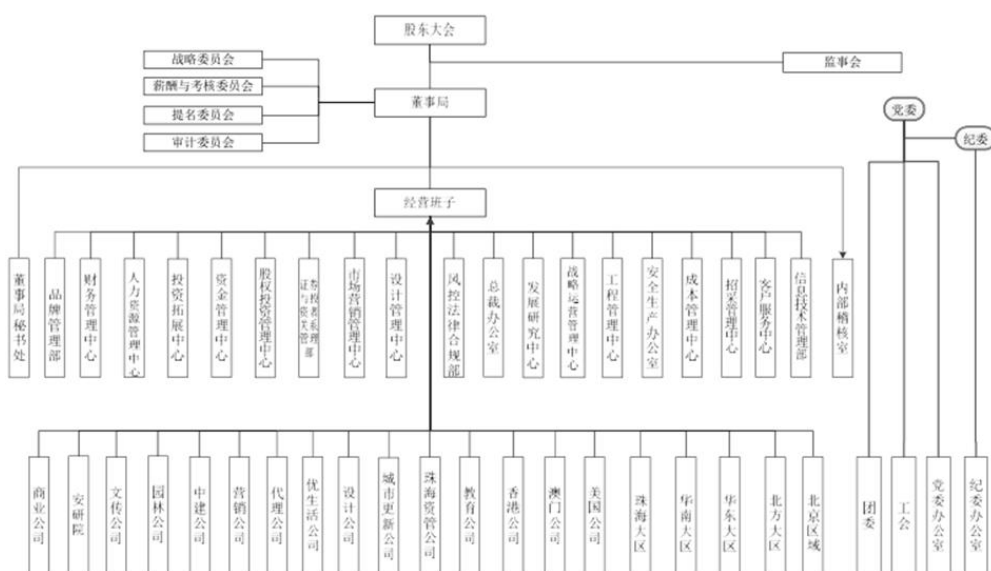
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年底珠海华发实业股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年底珠海华发实业股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	263.17	438.57	500.35	548.86
资产总额（亿元）	2349.31	3218.78	3550.57	3668.42
所有者权益（亿元）	433.92	633.79	958.91	982.88
短期债务（亿元）	441.71	465.50	286.15	/
长期债务（亿元）	617.90	1024.65	1061.53	/
全部债务（亿元）	1059.62	1490.15	1347.69	/
营业收入（亿元）	331.49	510.06	512.41	80.88
利润总额（亿元）	43.94	62.53	68.29	9.52
EBITDA（亿元）	56.09	77.30	85.80	--
经营性净现金流（亿元）	280.33	291.09	360.61	59.26
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1317.60	750.63	238.78	--
存货周转次数（次）	0.16	0.21	0.18	--
总资产周转次数（次）	0.16	0.18	0.15	--
现金收入比（%）	160.07	104.82	138.04	181.63
营业利润率（%）	20.12	17.64	19.24	16.07
总资本收益率（%）	2.96	2.79	2.64	--
净资产收益率（%）	7.64	7.19	4.88	--
长期债务资本化比率（%）	58.75	61.78	52.54	/
全部债务资本化比率（%）	70.95	70.16	58.43	/
资产负债率（%）	81.53	80.31	72.99	73.21
流动比率（%）	167.23	187.77	204.63	199.42
速动比率（%）	43.91	52.08	62.37	61.93
经营现金流动负债比（%）	21.63	18.69	23.60	--
现金短期债务比（倍）	0.60	0.94	1.75	/
EBITDA 利息倍数（倍）	0.79	0.85	0.91	/
全部债务/EBITDA（倍）	18.89	19.28	15.71	/

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 公司其他流动负债中的有息债务部分已计入短期债务，其他非流动负债中的有息债务部分已计入长期债务；4. 2019 年及 2020 年数据分别为 2020 年及 2021 年期初数，2021 年数据为期末数；5. 公司 2022 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；6. 公司未提供 2022 年 3 月底债务调整数据；7. “--”表示数据不适用，“/”表示未获取数据

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	62.68	51.00	22.25	43.74
资产总额（亿元）	1030.16	1147.42	1276.46	1363.08
所有者权益（亿元）	212.28	218.80	208.31	205.57
短期债务（亿元）	68.73	138.76	76.13	82.51
长期债务（亿元）	157.26	224.66	269.34	232.52
全部债务（亿元）	225.99	363.42	345.48	315.04
营业收入（亿元）	0.58	15.89	22.10	12.96
利润总额（亿元）	25.75	20.18	25.67	-2.63
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	9.31	-83.73	75.04	78.96
财务指标				
销售债权周转次数（次）	*	*	*	--
存货周转次数（次）	0.00	0.31	0.43	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.01	0.02	--
现金收入比（%）	1664.34	65.89	101.95	11.12
营业利润率（%）	41.99	8.51	23.79	23.49
总资本收益率（%）	--	--	--	--
净资产收益率（%）	12.40	9.70	12.24	--
长期债务资本化比率（%）	42.56	50.66	56.39	53.08
全部债务资本化比率（%）	51.56	62.42	62.38	60.51
资产负债率（%）	79.39	80.93	83.68	84.92
流动比率（%）	87.51	94.19	65.30	60.14
速动比率（%）	80.65	88.01	61.58	57.92
经营现金流动负债比（%）	1.41	-11.91	9.39	--
现金短期债务比	0.91	0.37	0.29	0.53
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--

注：1. 母公司 2022 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；2. “/”表示数据未能获取，“*”表示因分母为零指标无法计算
 资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 珠海华发实业股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开 发行公司债券（第二期）的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

珠海华发实业股份有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。